

czwartek, 7 października 2021 | wycinek z *Przegląd miesięczny*

Cognor kupuj (podwyższona)

Jakub Szkopek +48 22 438 24 03 jakub.szkopek@mbank.pl

Obecnie w Polsce od kilku tygodni ma miejsce korekta cen stali, która jednak w mniejszym stopniu dotyka pręty żebrowane (~4000 PLN/t). Przy lekko spadających cenach złomu (obecnie ~1700 PLN/t) marże na produkcji pręta żebrowanego utrzymują się blisko rekordowych poziomów (~2200 PLN/t). Biorąc pod uwagę, że w bieżącym roku Zarząd zdecydował się na przesunięcie przestoju modernizacyjnego Ferrostalu na styczeń, to przed Cognorem kolejny udany kwartał z EBITDA ponad 100 mln PLN. Naszym zdaniem biorąc pod uwagę oczekiwane niskie zadłużenie na koniec roku (0,2xEBITDA'21) Zarząd może rekomendować wypłatę nawet 50% wyniku netto za 2021 rok, co implikuje DPS na poziomie 0,70 PLN/akcja oraz Dyield powyżej 15% w 2022 roku. Warto zauważyć również, że Cognor korzystnie zabezpieczył ceny energii na lata 2022-2023 (poniżej 240 PLN/MWh). Podwyższamy naszą rekomendację do kupuj (wcześniej akumuluj) oraz nie zmieniamy naszej ceny docelowej (5,05 PLN/akcja).

cena bieżąca	3,93 PLN	potencjał zmiany
cena docelowa	5,05 PLN	+28,5%

	rekomendacja	cena docelowa	data wydania
nowa	kupuj	5,05 PLN	2021-10-07
poprzednia	akumuluj	5,05 PLN	2021-08-31
Podstawowe dane		COG PW	vs. WIG
ticker	COG PW	zmiana 1M	-5,3%
ISIN	PLCNTSL00014	zmiana YTD	+145,6%
liczba akcji (mln)	175,0	średni obrót 1M	1,5 mln PLN
MC (mln PLN)	687,6	średni obrót 6M	2,2 mln PLN
EV (mln PLN)	775,5	EV/EBITDA 12M fwd	3,1
free float	21,6%	EV/EBITDA 5Y avg	3,7

Prognozy Biura maklerskiego mBanku

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
przychody	1 902	1 733	2 632	2 372	2 002
EBITDA skor.	93	92	354	203	174
marża EBITDA	4,9%	5,3%	13,4%	8,5%	8,7%
EBIT skor.	47	44	303	153	125
zysk netto skor.	11	10	236	115	93
P/E skor.	61,3	68,2	2,9	6,0	7,4
P/BV	2,7	2,4	1,4	1,4	1,3
EV/EBITDA skor.	10,0	9,5	2,2	3,6	4,1
DPS	0,21	0,00	0,15	0,70	0,46
DYield	5,2%	0,0%	3,7%	17,7%	11,7%
Zmiana prognoz			2021P	2022P	2023P
przychody ze sprzedaży			0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA			0,0%	0,0%	0,0%
zysk netto			0,0%	0,0%	0,0%
wolumen sprzedaży			0,0%	0,0%	0,0%
ceny produktów			0,0%	0,0%	0,0%
ceny złomu			0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki i przepływy operacyjne

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
wol. Ferrostal (tys. ton)	424	424	427	428	429
wol. HSJ (tys. ton)	237	238	247	252	257
wol. Złomrex (tys. ton)	142	137	144	147	150
spread Ferrostal (PLN/t)	1 127	1 022	1 449	1 231	1 223
spread HSJ (PLN/t)	1 508	1 265	1 646	1 435	1 427
przepływy oper.	142	206	184	224	164
amortyzacja	46	48	50	50	48
kapitał obrotowy	61	98	-129	49	13
przepływy inw.	-56	-57	-50	-50	-39
CAPEX	56	57	50	50	39
przepływy fin.	-84	-127	-103	-135	-93
dywidenda/buyback	-36	0	-26	-122	-80
FCF	102	157	124	175	126
FCF/EBITDA	101%	138%	34%	86%	72%
CFO/EBITDA	141%	180%	51%	110%	95%

Bilans

(mln PLN)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
aktywa	1 052	1 031	1 259	1 232	1 167
aktywa trwałe	487	515	496	492	484
kapitał własny	259	288	505	498	511
udział mniejszości	259	288	505	498	511
dług netto	226	164	69	29	-2
dług netto/EBITDA (x)	224%	144%	19%	15%	-1%
dług netto/kap. wł. (x)	87%	57%	14%	6%	0%

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	21P	22P	23P	21P	22P	23P
minimum	2,2	3,4	4,9	1,4	1,0	1,0
maksimum	22,1	58,9	26,5	29,0	12,5	9,7
mediana	5,8	8,1	8,9	4,3	4,4	4,7
waga	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Model DCF

(mln PLN)	21P	22P	23P	24P	25P	26P	27P	28P	29P	30P	+
wolumen sprzedaży	674	680	687	694	700	707	704	703	699	699	699
ceny produktów	2 989	2 665	2 253	2 172	2 173	2 175	2 180	2 186	2 188	2 188	2 188
ceny złomu	1 753	1 692	1 188	1 116	1 116	1 116	1 116	1 116	1 116	1 116	1 116
przychody	2 632	2 372	2 002	1 946	1 964	1 982	1 984	1 987	1 985	1 988	1 992
EBITDA	361	203	174	118	122	128	129	130	133	130	126
marża EBITDA	13,7%	8,5%	8,7%	6,1%	6,2%	6,4%	6,5%	6,5%	6,7%	6,5%	6,3%
EBIT	310	153	125	71	75	81	82	83	87	81	78
podatek	57	27	22	11	12	13	13	14	14	13	12
CAPEX	-50	-50	-39	-40	-42	-43	-46	-46	-46	-46	-48
kapitał obrotowy	-129	49	13	2	-1	-1	0	0	0	0	0
FCF	124	175	126	69	67	71	69	70	73	71	67
PV FCF	120	155	101	51	45	43	38	36	34	30	
WACC	9,3%	9,5%	9,7%	9,6%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%
risk-free rate	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Podsumowanie DCF

(mln PLN)	
beta	1,2
wzrost FCF po prognozie	2%
zdyskontowana wartość FCF	652,9
dług netto	164,0
inne korekty	19,3
wycena DCF na akcję (PLN)	4,78

Wycena

(PLN)	waga	cena
porównawcza	50%	4,65
DCF	50%	4,78
cena wynikowa		4,71
koszt kapitału 9M		7,2%
cena docelowa za 9M		5,05

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV: wartość rynkowa + dług netto; **EBIT:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **EBITDA:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto:** kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalenty; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgową), cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/FCF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROI:** (Return on Invested Capital), EBIT x (1-stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE:** FCFE - odsetki netto (dług + leasing) - rata leasing

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Prostej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Pozbud, Sygnity. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Pozbud, Sygnity, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji za szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wylimitowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 7 października 2021 o godzinie 8:21.
 Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 7 października 2021 o godzinie 8:35.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Answear, Asseco Poland, ATM, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BNP Paribas Bank Polska, Boryszew, BOŚ, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, GPW, Groclin, i2 Development, ING BSK, Kruk, Lokum Developer, LW Bogdanka, Mennica Polska, Mo-BRUK, Netia, Neuca, NWA Dom Maklerski, Oponeo.pl, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Polwax, Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnity, Tarczyński, Ten Square Games, TIM, Unibep, Vercom, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Biura maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z wskazaniami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy
Cognor

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	trzymaj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2021-10-07	2021-08-31	2021-06-18	2021-04-09	2021-03-05	2021-02-10	2020-12-08
cena docelowa (PLN)	5,05	5,05	4,30	3,19	3,19	2,89	2,29
kurs z dnia rekomendacji	3,93	4,52	3,57	3,16	2,55	2,15	1,25

Grupa porównawcza wykorzystywana w wycenie porównawczej

Cognor AK Steel, Alumetal, ArcelorMittal, Baoshan Iron & Steel, Commercial Metals, HeSteel, Hitachi Metals, Hyundai Steel, JFE Holdings, JSW Steel, Kloeckner & Co, Metalurgica Cerdau, Nippon Yakin Kogyo, Nucor, Olympic Steel, Outokumpu, POSCO, Salzgitter, SSAB, Steel Authority Of India, Steel Dynamics, Tata Steel, thyssenkrupp, United States Steel Corp, voestalpine

mBank S.A.

Prosta 18
00-850 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł, gaming

Antoni Kania
antoni.kania@mbank.pl
przemysł

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Janusz Pięta
+48 22 438 24 08
janusz.pieta@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Łukasz Płaska
+48 22 697 47 90
lukasz.plaska@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka-wilim@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Piotr Brożyna
+48 22 697 48 47
piotr.brozyna@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl